

# アメリカにおける従業員持株制度の展開

## —その財務的側面からの考察—

澤 田 幹

- I はじめに
- II ESOP への法的保護
- III ESOP の財務的側面
- IV ESOP 普及の意義と問題
- V 小 括

### I はじめに

これまで筆者は、今日アメリカにおいて広まりつつある従業員持株制度(ESOP)がもつ労務管理的側面に焦点をあて、それが単独では従業員の動機づけや生産性向上に直接大きな影響力をもつとはいえないこと、そしてそれは職場小集団などの企業組織内コミュニケーション促進手段あるいは部分的・制限的意思決定参加方策などとの相互補完によってのみ「参加的管理方策」の一環としての意味を持ち得ることを明らかにしてきた<sup>(1)</sup>。

ところでESOPは労務管理の一手段としての側面とともに、財務管理改善方策としての側面を合わせ持っている。そして、労務管理方策としては不完全な意義しか持たないことが経験上からも明白になってきている以上、ESOPを導入する企業の漸次的増大は、その財務方策としての利用への期待が一般に大きいということによって説明することが妥当であると考えられる<sup>(2)</sup>。

この場合、当然のことながら制度の本来の参加主体である従業員の意思や利害関係は副次的なものとして扱われることになる。「資本の調達・集中」と「資本の集積、利益の留保」を主要目的とする財務管理に主眼をおくかぎり、

その主体は従業員から資本集積体である企業自身へと転化せざるをえないからである。すなわちここで従業員持株制度は所有参加の促進による産業の民主化という目的をほとんど喪失することになるのである。

本稿では、以上の認識を踏まえたうえで、今日種々の法的保護のもとで国家的政策として展開しているESOPについて、企業の財務管理の側面から捉えたその利益と影響、問題点を具体的に明示するとともに、それが企業の経営管理や国民経済に及ぼす影響について考察することを目的としている。

#### 〔注〕

- (1) 拙稿「労働者所有参加制度と労務管理 —アメリカにおける従業員持株制度を中心に—」『金沢大学経済学部論集』10巻2号, 1990年3月, 215-237ページ。
- (2) 筆者の近年の研究テーマはアメリカにおける経営参加制度の現状についてであり、上記拙稿では従業員持株制度を所有参加制度の一種と見なしたうえでその分析を行っている。ただ、この制度においては財務的側面が非常に重要な意義をもっており、これを考察しなければ全体像を把握することはできないとの考えから、本稿の執筆にあたった。ESOPの形態や運用の実際などについては前記拙稿で検討を行なっているのので合わせて参照していただきたい。

## II ESOP への法的保護と規制

ESOP が初めて法律のうでで容認されたのは1973年の地方鉄道再建法(Regional Rail Reorganization Act)である。この法律の奨励によって、国家的保護のもとでノースイースト貨物鉄道の再建のためにESOPを利用することの研究が行なわれた。これをはじめとして、1970年代後半には経営危機に陥った特定企業に対するESOP利用のための財政的および技術的援助を定めた特別法がいくつか制定されている<sup>(3)</sup>。またカリフォルニア、イリノイ、ミシガン、ニュージャージー、ニューヨーク、ペンシルバニアの各州ではそれぞれの州法のなかでESOPへの財政的・技術的援助を保証しているし、デラウェア、マリーランドの各州では州の基本政策としての従業員所有促進を立法化している<sup>(4)</sup>。

だが、各企業のESOP利用の普及にとって最大の契機となった連邦法が1974

年の従業員退職所得保障法( Employee Retirement Income Security Act: ERISA )である。当時のアメリカは社会保障給付の行き詰まりから個々の企業における私的な年金基金制度の導入が急増していた。そしてこの基金のうちの相当の割合が株式への投資によって運用されていた<sup>(5)</sup>。ERISA は、こうした投資が年金受益者の保護という本来の従業員福利制度の精神を損なうものであるとの認識から、これを厳しく規制する方向で制定された。

まず、407条(a)(1)(C)ではあらゆる適格従業員福利制度の信託受託者は慎重に制度管理を行わなければならないこと( prudent man rule ),そして従業員に対して排他的に利益が保障されなければならないこと( exclusive benefit - of - employees rule )を定めている。さらに407条(a)(3)(c)では雇主である企業の株式など雇用者証券への投資が評価額で基金全体の10%を超えることを禁止している。さらに、406条(a)(1)(A)では雇主や既存の株主から雇用者証券を取得することを禁止している。つまり適格福利制度とその保持者である当該企業との取引を禁止することによって、雇用者側が制度を不当に利用することを防ごうとしているのである。

雇用者によって保障された融資を通じて獲得された株式の従業員への分配と交換に、その基金を、これを創設した雇用者の事業のための利用へと転換することを主要内容としている ESOP は、こうした制限規定からは完全に逸脱するものである。しかし、ERISA ではその407条(d)(6)において ESOP を①内国歳入法401条に基づく適格の株式賞与制度( stock bonus plan )または従業員拠出型退職年金( money purchase plan )であり、主として適格の雇用者証券に投資するもの、②財務省が規則で定めるその他の要件を充たすもの、という個人勘定制度であると規定したうえで、これを上記の制限から除外しているのである<sup>(6)</sup>。これによって ESOP は適格従業員福利制度と認定され、企業の ESOT に対する拠出は企業の年間給料支払いの15%までは完全に税控除を受けることとなったうえに、従業員株式所有のための負債の元金および利子について税控除を受けることができるようになり、資金運用の自由さ、従業員給付の企業利益への依存体制の強化という効果とあいまって、企業にとってもっとも有利な従業員福利制度となったのである<sup>(7)</sup>。ここには従業員の資本参加の促進という連邦政府の政策目標を強く見て取ることができ

る。

その後の主要な ESOP 保護のための法律上の規定として以下のものが挙げられる<sup>(8)</sup>。

1980年の中小企業発展法 (The Small Business Development Act) では、中小企業庁が貸し付けの保障をできるようにして、中小企業の ESOP 設立への道を開いた。

1981年の経済復興税制法 (Economic Recovery Tax Act) では、企業の ESOT への年間拠出に対する税控除が給料支払いの25%にまで拡大された。また退職する従業員が ESOP より分配を受ける際に株式ではなくその公正市場価格に相当する現金を受け取ることを要求できるようになった。

1983年の税制公正および会計責任に関する法律 (Tax Equity and Fiscal Responsibility Act) は制度の乱用を制御し、なるべく多くの従業員に公平に給付がなされるようにするために、利益の60%以上が役員や高額報酬従業員、筆頭株主などの手に渡っているような会社に対して厳しい制限が加えられた。特に、制度参加者の個人勘定への年間給付の上限は47,475ドルから30,000ドルへと引き下げられた。

1984年の赤字削減法 (Deficit Reduction Act) では企業の ESOP 導入へのいくつかの誘因が付加されている。それには次のようなものが挙げられる。(a) 企業の所有者が ESOP や労働者協同組合に株式を売却した場合、その利益を12ヵ月以内に他の会社の株式に再投資するならば、キャピタルゲイン課税は、新たに投資した会社株式を売却するまで延期される。ただしこの適用を受けるためには、ESOP や労働者協同組合に対して少なくとも会社株式の30%が売却されなければならない。(b) 銀行や保険会社など商業的金融機関は、ESOP への融資による利息収入の50%を税控除される。(c) ESOP を有する会社は、直接 ESOP 参加者に支払われる配当について税控除を受ける。(d) ESOP や労働者協同組合は株式拠出の見返りに、少なくとも税負担と同等の価値分の企業の財産の固定資産税負担を引き受けることができる。

1986年の税制改正法 (Tax Reform Act) でもいくつかの ESOP 導入への誘因となるような改正がみられる。まず、これまで ESOP などへの売却益に対するキャピタルゲイン課税は、他企業への再投資が行なわれないかぎり

20%であったが、これが28%へと引き上げられた。また企業所有者が自分の死後会社の所有統制権の一部または全部を従業員（または ESOP）へ売却する場合、その遺産について50%の税控除を受けることができるように定められた。さらに融資の元金や利息に対する税控除やその返済期限の延長などにより ESOP はますます有利なものとなった。

しかし当然のことながら現在でも ESOP の導入、運用に制限や規定がいくつか設けられている。ESOP を実施する企業経営者は以下の点に留意することが義務づけられている<sup>(9)</sup>。

(a) 公正な市場価格の決定 ESOP が会社株式を取得し、割り当て、分配するたびにその公正市場価格の評価は必要となる。それによって制度そのものの適格性や税控除の適用可能性およびその規模が変化するためである。また、購入される株式の量的規模、市場価格の変動性なども考慮されなければならない。

なお、株式が市場公開されていない会社については、会社外部の第三者によって業務活動と将来見通しについての分析がなされた上で公正な評価額が決定されなければならないことになっている。しかし現実にはかなり株式価格を過大評価し、従業員受取分を不当に少なくしている企業も少なくない。1980年の会計検査院報告によると、調査対象であった13の株式非公開企業のすべてが ESOP に対して「疑問の残る価格」で株式を売却しており、最も悪質な企業では632%も過大に評価額が決定されていたということである<sup>(10)</sup>。

(b) 証券法の適用の可能性 ESOP は雇用者証券を扱うために、証券法の適用を受けることになる。1933年の法律において信託機関による株式の購入、同機関による従業員参加者への株式分配、そしてこれらの参加者による株式の売却については証券取引委員会への登録が義務づけられている。だが、会社から ESOP への株式の提出については証券取引委員会の判断により登録不要とされてきた。ESOP が基金を経営者や支配的株主あるいは公開市場から獲得するために利用する際、その基金が経営者からの拠出のみであり、参加者からの承諾が要求されないときは、これも登録は不要である。

(c) 受託者要件 前述したとおり、ESOP の受託者は ERISA 上のいわゆる「慎重原則」と「排他的従業員利益原則遵守」について、かなりの免除を

受けている。しかし、企業の財務状態の悪化など環境要因の変化については常に留意して慎重に行動することが要求されている。

(d) 内国歳入法のもとでの資格(適格性) ESOP が内国歳入法401条の認定する適格従業員福利制度となるためには、拠出金やその割り当て、利益の分配、ESOT 基金の投資、経理公開などいくつかの基準をクリアしなければならない。適格性を持たない制度は税控除などの恩恵を受けられないことになる。

ESOP は当初、連邦政府によって特殊な形態の従業員福利制度あるいは年金制度として位置づけられた。企業側としても種々の有利さを持つこの制度をこれまでの年金制度に代えて導入する例が多くみられた。だが、税制上の優遇措置が次第に複雑かつ大規模になるにつれ、企業の ESOP 導入動機も多様化しつつある。すなわち、その財務管理上の手段として幅広い利用の可能性が注目されたのである。特に、レベレッジド ESOP はその恩恵を大きく受けるために、ESOP の代表的な形態として普及している<sup>(11)</sup>。

そこで次に、ESOP を設立した企業が実際にどのような財務的利点と問題点を内包しているのかを考察していこう。

#### [注]

(3) この一連の法律のなかでもっとも大規模であったのが、1979年のクライスラー社貸付保証法である。同社の経営危機に際して、連邦政府は15億ドルまで貸し付けを保証し、そのかわりに会社側が ESOP を設立し、従業員に対して1億6250万ドルを拠出することを要求した。これによって従業員側は全株式の25%を所有することとなり、また会社経営の好転により大幅な賃上げを獲得した。ただし、同社の ESOP は当初から会社再建のための一時的なものとして計画されており、恒常的な制度としての期待はかけられていなかった。事実、1986年までにほとんどの株式は会社側に売り戻されている。

(4) C. Rosen, K. J. Klein & K. M. Young, *Employee Ownership in America: The Equity Solution*, Lexington Books, 1985, pp.253 - 255.

(5) 1975年の段階で私的年金資産の約70%が株式に投資されていたということである。(P. Blumberg, *The Megacorporation in American Society*, New Jersey, 1975, p.109.)

この傾向により一般の市民、労働者の企業株式保有率が高まる現象を、P. F. ドラッカーは「年金基金社会主義の誕生」と呼んだ。彼は1985年までに年金基金が「アメリカの全株式の50%を保有するようになるだろうと予想したのである。(P. F. Drucker,

*Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism came to America*, Harper & Row, 1976. 佐々木実智男・上田惇生訳『見えざる革命』ダイヤモンド社, 1976年。)

彼の分析は現実とはならなかっただけでなく、いくつかの問題点を内包していた。すなわち、第一に、「社会主義」においてはふつう生産手段の私的所有権、統制権は排除されるのであって、このような改革を含まない従業員による株式所有はあくまで資本主義の域を脱するものではない。第二に、彼は年金基金が個々の会社に及ぼす統制力を過大評価していた。一部の例外をのぞき、ほとんどの企業の年金基金はその企業の株式の5%以下しか保有していなかったし、さらにそのような株式は単なる友好的安定株式であって、企業に対して積極的に統制力を働かせようとする性格のものではなかった。第三に、年金基金の株式投資は経営者が年金供給支出をなるべく低減させるための手段である。したがってその運用の状況が良好であれば経営者の負担は減少し、逆に悪ければ増加するというように、企業の支出にとって大きな影響を及ぼすものとなるが、個々の従業員に配給される年金額はほとんどの場合固定的であって、こうした年金基金の運用によって直接的に変動するものではなかった。つまり年金基金による株式投資は、従業員にとって直接的な所有を意味するものではなかったのである。(D. V. Nightingale, *Workplace Democracy: An Inquiry into Employee Participation in Canadian Work Organizations*, Univ. of Toronto Press, pp.161 - 162.)

(6) これらについては ERISA 404条(a)(2), 407条(b)(1), 408条(e)にそれぞれ規定がある。なお排他的従業員利益原則は ESOP においても遵守されなければならない。

(7) D. B. Carlson, "ESOP and Universal Capitalism", *Tax Law Journal*, vol.31, no.3, 1976, pp.289 - 315.

小櫻 純『M&A時代の企業年金保護 —アメリカ企業年金受託者責任の判例を中心に—』同文館, 1990年, 106-108ページ。

(8) C. Rosen, K. J. Klein & K. M. Young, *op. cit.*, pp.251 - 253.

J. R. Blasi, *Employee Ownership: Revolution or Ripoff?*, Ballinger Publishing Company, 1988, pp.33 - 38.

(9) W. R. Reum & S. M. Reum, "Employee Stock Ownership Plans: Pluses and Minuses", *Harvard Business Review*, vol.54, no.4, July - August, 1976, pp.133 - 143.

(10) R. Russell, *Sharing Ownership in the Workplace*, State Univ. of New York Press, 1985, p.208.

H. M. Levin, "ESOPs and the Financing of Work Cooperatives", R. Jackall & H. M. Levin (eds.) *Worker Cooperatives in America*, Univ. of California Press, 1984, p.249.

(11) この他、特別の基準を設けられた減税法持株プラン (Tax Reduction Act Stock Ownership Plan: TRASOP) や給料支払い総額をベースにした持株プラン (Payroll based Stock Ownership Plan: PAYSOP) といった特殊な ESOP 形態があるが、その適用例はきわめて少ないため、ここでは省略する。

### Ⅲ ESOP の財務的側面

従業員持株制度の普及によって従業員に株式所有の道を開くということを企業財務の観点から言いなおせば、資本源泉あるいは資金調達源を従業員にまで拡大するということになる。またそれは、既存の株主にとっては公開市場以外に株式の売却先を準備することとなる。このような認識から、経営危機や後継所有者不足に陥った企業の存命策としてしばしば従業員による買収が奨励されるのである。もちろん彼らが独自の資金力で株主になることには大きな障害と限界があるために法的な保護のもとでESOP 設立に有利な条件が整備されているのであるが、それらはほとんど企業側にとっての優遇措置であり、従業員にとっての優遇措置、あるいは彼らが直接株式を所有することに対する援助はほとんどなされていないのが現状である。このことは、間接的所有という形態によって、従業員の発言力や統制力を強めることのないままに企業の資本基盤として彼らを参加させることにより、その経営を安定、強化させようとする政府側の意図の表れとみることができよう。それだけに、そのような手法によって企業がどのように財務状態を改善していくのかを検討することが重要な課題となるのである。以下にその主要なものを簡単に列挙しておく。

#### 1. 資本調達手段としての ESOP

まず、ESOP へ拠出または売却される株式は、その制度のために新たに発行されるものと既存の株主の保有していた株式の所有権を移転するものとに大別される。新株発行は資本総額を増大させるとともに自己資本比率を高めるものであり、企業財務上望ましいことであることは言うまでもない。ESOP への新株発行は、引受人が確定しているだけに確実な資本調達手段となるのである。自己資本比率を高め経営基盤を安定させることは、商業的金融機関などからの借入を容易にするという副次的効果をもたらすことにもつながる。さらに、前述のように ESOP への融資は税制上優遇措置を受けるので、金融機関にとっても企業の ESOP 設立は融資決定の大きな誘因となっているのである。



ただし、新株発行そのものは、ESOT に対してよりも第三者を相手に行なわれるほうが企業にとっての利益が大きくなることも指摘されなければならない。後者の場合はその利益はすべて企業の恒常的資本となるが、前者の場合は税金を差し引かれた残りの現金しか企業に確保されないためである。すなわち、50%の納税を行なう企業であれば、ESOT への新株発行によって得られる資本は第三者に直接発行した場合の半分になってしまうのである<sup>(12)</sup>。

また、新株発行は常に既存株式の希釈化 (dilution) を招くものであり、既存の株主からの反発は避けられない<sup>(13)</sup>。増資分が利益を増大させるために運用され、株価の上昇を導くことによって、この希釈化効果は薄れるという反論もあるが<sup>(14)</sup>、こうした予測を確定的なものと考えることには無理がある。ESOT への新株発行に際して、経営者は常に資本増大という利益と既存株式希釈化という不利益との調整を迫られるのである。ただし、現実には ESOP だけのために特別に新株発行を行なう企業はきわめて例外的であり、直接的資本増大を目的として ESOP を設立する企業は多くはないという指摘もある<sup>(15)</sup>。

他方、ESOT へ既存株式を割り当てる場合は単に所有の移転が生じるだけであり、自己資本は増大しない。しかし ESOT が市場より株式を購入し、保持しつづけるならば、企業にとっては友好的安定株主を増大させることとなる。それによって経営基盤を安定化させることは、やはり外部金融機関などからの資金借入能力を増大させることにつながる可能性をもつという意味では、このような ESOP もまた資本調達に間接的に影響をもたらすものということができるのである<sup>(16)</sup>。

## 2. キャッシュフローの増大

次に、こうして設立された ESOP は、種々の節税 (税控除) によりコストの削減とキャッシュフローの改善、増大を導く。その第一に、適格従業員福利制度導入と会社のキャッシュフローとの関係を試算すると、表 1 のようになる。なお (A) は ESOP も利潤分配制も採用していない企業、(B) は利潤分配制を採用している企業、(C) は ESOP を採用している企業をそれぞれ表している。純利益はいずれも同額である<sup>(17)</sup>。

表 1

	( A )	( B )	( C )
提出前の純利益	\$ 2000	\$ 2000	\$ 2000
利益分配の提出 (現金)	—	300	—
〃 (株式)	—	—	300
税 引 前 利 益	\$ 2000	\$ 1700	\$ 1700
法人税 (50%)	1000	850	850
税 引 後 利 益	\$ 1000	\$ 850	\$ 850
自社株への提出	—	—	300
純キャッシュフロー	\$ 1000	\$ 850	\$ 1150

この表からもわかるように、( C )において ESOP へ提出された300ドルはそのまま自社株式購入にあてられるのであるから、結果的にその全部がキャッシュフローとして利用可能なためにこのような差が生じる<sup>(18)</sup>。これが、これまでの適格従業員福利制度に代えて ESOP を導入しようとする企業が続出する大きな理由となっているのである。

第二に、金融機関等から融資を受ける際、企業が直接借り入れるよりもレベレッジド ESOP を設立し ESOT を通していわば「間接的借り入れ」を行なうほうが税控除のうえで有利であり、結果的にキャッシュフローをより多くすることができる。金融機関による ESOT への融資はその元金および利子とともに税控除の対象となるうえに、通常その返済に要するのと同額だけ行なわれる会社側から ESOT への金銭提出も一定限度までは税控除されるからである。

直接的借り入れと ESOP を通した借り入れによるキャッシュフローの比較をすると表 2 のような試算をすることができる。(ともに当期営業利益は100万ドル、負債の返済は1年に10万ドル、利子の支払いは12000ドルとする。)<sup>(19)</sup>

また、このような融資による利益について金融機関も50%の所得税控除を受けるために、銀行利子そのものの低下を期待することもできる。

さらに、これは企業が既存の負債を ESOP のための負債として「借り替え」を行なうことによってその債務額を実質的に減少させる手段としても大きな

表 2

	直接的借入	ESOP による借入
営 業 利 益	\$ 1,000,000	\$ 1,000,000
利 子 支 払	12,000	—
ESOP に対する拠出	—	112,000
税 引 前 利 益	\$ 988,000	\$ 888,000
法 人 税 (50%)	494,000	444,000
税 引 後 利 益	\$ 494,000	\$ 444,000
元 金 返 済	100,000	—
キャッシュフロー	\$ 394,000	\$ 444,000

意味をもつ。

第三に、ESOP 持分についての配当は、それが融資の返済に充当されるかあるいは制度の参加者に分配される場合には、やはり課税所得の対象から除外される。これによってもキャッシュフローは増大することになる<sup>(20)</sup>。

その他の税制改革による ESOP 設立へのあらゆる法的保護も、企業のキャッシュフロー改善、増大目的のために有効利用されている。会計制度枠組みが損益中心主義からキャッシュフロー中心主義へと移行している現在、このような点にはますます注目が集まるものと考えられる。

### 3. 従業員福利制度としての ESOP

先に述べたとおり、ESOP は ERISA の規定上、年金制度その他の適格従業員福利制度の変種として扱われている。企業財務を考慮するときこの側面だけに限定しても、福利給付制度の多様化をはかることができるという大きな利点がある。すなわち、企業は ESOP を単独で利用することもできるし、その他の福利制度や利潤分配制度などと自在に組合せてコスト的に最も有利なように柔軟に運用することが可能となるのである<sup>(21)</sup>。

### 4. ESOP とスピン・オフ

ESOP はある会社の特定の部門や支部をスピン・オフ（子会社あるいは関

係会社としての独立化) する際にも用いられる。その手順は次のとおりである。

- ① 会社は ESOP をもつ新会社 (S) を設立する。
- ② その ESOT は親会社の保証のもとで銀行から融資を受ける。
- ③ 同時に、ESOT は銀行から受けた融資を用いて、親会社からスピンオフ部門を買収する。
- ④ (S) の ESOT によって獲得されたスピンオフ資産は (S) の株式と交換される。ESOT への融資の返済は、(S) から ESOT へ行なわれる金銭拠出 (税控除の対象となる) によってなされる。

この手順において発行された株式は新会社のものであるから、親会社の利益や持分の希釈化を回避しながら企業分割を行なうことができる<sup>(22)</sup>。つまり、ESOP は企業の組織変更を行なううえでも財務上有利な手段となるのである。

## 5. ESOP による所有移転

先に述べたとおり、実際には ESOT あるいは従業員へ手渡される株式は既存の株主から所有移転されるものであることの方が多い。そしてこの所有移転はさまざまな意図のもとに行なわれる<sup>(23)</sup>。

その代表的なものが、経営危機に陥った企業や工場の従業員への売却である。こうした企業を買収希望する第三者はほとんどいないため、事業の存続、従業員職務の確保、そして当該地域経済の安定化のためには、従業員による買収をすすめることが最も実現可能性の高い手段となるのである。

次によく利用されるのが、株式非公開の閉鎖的会社 (closely held company) においてその実質的経営者でもある所有者が引退などに際して適切な後継者がいない場合の ESOP 利用である。この場合も適切な、あるいは売り手側に満足のいく価格で買収を行なおうとする会社外部の第三者はほとんど存在しない。また株式売却によるキャピタルゲイン課税も大きな障害となる。現行の税法ではキャピタルゲイン課税は最大20%となっているのである。(ただし会社に売り戻す場合には最大50%もの課税がなされる。)ところが1984年の赤字削減法および1986年の税制改正法の施行によって ESOT への売却が大幅に有利になり、自分の後継者を従業員とする所有者が増大しているのであ

る。

ESOP を利用した株式売却は、このように第三者の介入を防ぐ場合にも、また逆に適切な第三者が見つからない場合にも行なわれるが、いずれにしる買収相手を探すために時間やコストを節約できるうえに、税控除の面からも相当有利であるという点で共通しており、通常の株式市場を代替するものとしての役割を果たしている。また、ESOP や従業員はふつう企業にとって友好的かつ安定的な株主であるため、経営者や既存株主などからも歓迎されるという点も重要な誘因である。

## 6. ESOP と M&A

アメリカは元来 M&A がかなり日常的に行なわれ、特にそれが第二次大戦後の大企業発展における重要な経営戦略のひとつとして機能してきたことは周知の事実であるが、ESOP の普及はこれとも密接な関係をもち始めている<sup>(24)</sup>。

第一は、ESOP をいわゆる安定株主工作として利用することにより、敵対的第三者の経営介入や乗取を防御しようとするものである。これによってこれまで株式を公開していた会社が非公開化 (going private) することさえもある。ただし、こうした試みは失敗する例も多いことに留意する必要がある<sup>(25)</sup>。すなわち、TOB (takeover bid) を実施しようとする株式買収者などが、ESOP の受託者責任違反を理由に提訴する場合である。これには、経営者が自己保身のために ESOP を利用することが会社および株主の利益を害するがゆえに会社法上の責任を問われる場合と、従業員の利益を害するがゆえに ERISA 上の責任を問われる場合とがある<sup>(26)</sup>。

第二は、LBO (leveraged buyout) を行なうために ESOP を利用するものである。その資金調達の大半を被買収資産を担保にして行なう LBO という買収手段であるが、ESOP の設立によりこれも敵対的買収を回避するための方策としてしばしば用いられている。すなわち、まず従業員が ESOP を有する新会社 (親会社による 100% 出資) を設立し、ESOP は売主となる親会社の保証によって銀行などから融資を受ける。この資金は新会社の株式買収にあてられ、その後売主となる会社は新会社を買収される。こうして第三者を介

入させることなく、しかも資金調達そのものを優位にすすめながら従業員所有への転換を達成することができるのである<sup>(27)</sup>。こうした ESOP の場合、貸し手が比較的長期的な観点をもつようになることから、固定利率の採用による長期的債務返済計画をたてることが可能になるなどキャッシュフロー改善の意味からもその利点は大きい<sup>(28)</sup>。この方法によって、Blue Bell 社は株式会社全体の25%、Raymond International 社ではおよそ70%、Dan River 社でも70%、そして Parsons 社では100%を獲得している。(残りの部分については通常経営者や友好的な投資家などによって買収、保有される。)<sup>(29)</sup>しかしこれも、しばしば受託者責任と排他的従業員利益原則違反が問われることになり、労働省年金福祉給付局などからの摘発がなされる。つまり「ESOP は誰のためにあるのか」が問題となるのである<sup>(30)</sup>。もちろん、こうした経営戦略が成功し、株価や配当が上昇することによって結果的に従業員にとって大きな利益をもたらす場合もありうるのではあるが、いずれにしろ受託者あるいは企業が「慎重な行動」が要求されることは内国歳入法や ERISA の規定からも明白である。

以上のように、ESOP には労務管理的側面と並行して財務管理上きわめて有効な手段としての利用が考えられる。しかしこの両側面に境界線を引くことは不可能であるし、現実の企業の経営管理のうえで明確な区別がされているわけでもない。ただ、こうした財務的な誘因が強ければ強いほど、それは本来の主体たる従業員の利益を無視した制度としての性格を露呈することにもなるということは、重視されるべき問題点である。

〔注〕

(12) W. R. Reum & S. M. Reum, *op. cit.*, p.139.

(13) C. Rosen, K. J. Klein & L. M. Young, *op. cit.*, pp.25 - 26.

(14) B. P. Hartman, D. Laxton & W. Walvoord, "A Look at Employee Stock Ownership Plans as Financing Tools", *Management Accounting*, March 1977, pp.23 - 28.

(15) C. Rosen, K. J. Klein & L. M. Young, *op. cit.*, p.26.

(16) なお、ESOP を用いた資金調達についての詳しい手続きについては次の著作を参照されたい。

R. W. Pricer, "The Use of an ESOP for Corporate Finance", G. Kalish (ed.),

*ESOPs: The Handbook of Employee Stock Ownership Plans*, Probus Publishing Company, 1989, pp.200 - 215.

- (17) B. P. Hartman, D. Laxton & W. Walvoord, *op. cit.*, p.24.
- (18) *Ibid.*
- (19) *Ibid.*
- (20) R. W. Pricer, *op.cit.*, p.199.
- (21) J. R. Blasi, *op.cit.*, p.260.
- (22) W. R. Reum & S. M. Reum, *op. cit.* pp.139 - 140.
- (23) *Ibid.*, pp.140 - 141.
- C. Rosen, K. J. Klein & L. M. Young, *op. cit.*, pp.21 - 25.
- (24) ブラシはこのうちいくつかの典型的な例を列挙している。  
J. R. Blasi, *op. cit.*, pp.76 - 78.
- (25) 小櫻氏はこの種の判例をいくつかあげておられるので、参照されたい。  
小櫻 純『前掲書』53-93ページ。
- (26) 寺門孝彦「アメリカの従業員持株制度とその経営財務機能」『明治大学大学院紀要』26号, 1989年2月, 30ページ。
- (27) H. F. Weyher & H. Knott, *ESOP: The Employee Stock Ownership Plan*, 2nd ed., Commerce Clearing House Inc., 1985, p.22.
- (28) R. W. Smiley, Jr., "Financial Aspects of ESOPs", G. Kalish (ed.), *op. cit.*, pp.126 - 130.
- (29) C. Rosen, K. J. Klein & L.M.Young, *op. cit.*, pp.29 - 31.
- (30) J. R. Blasi, *op. cit.*, pp.137 - 138.

#### IV ESOP 普及の意義と問題

1950年代より ESOP を提唱しているルイス・ケルソーは、私有財産制、自由市場経済体制のなかで、自らはほとんど資本を所有していない一般市民に所有を分散させ、民主化を達成するとともに経済体制の基盤として確立することを連邦政府の役割であると規定したうえで、それが金融機関等による貸し付け（信用制度）を資金源として行なわれることが望ましいと論じた。これが今日のレベレッジド ESOP の基礎となっている。彼は、信用制度は産業を発展させると同時に「持つ者と持たざる者」という2つの階級を作った主要な原因でもあるが、ESOP を適切に利用することによってこうした弊害も除去できると考えたのである<sup>(31)</sup>。

彼はあくまで従業員への所有拡大による資本主義経済体制の強化を意図していたのであり、個別の企業の財務状態との関連について特に大きな関心をもっていたわけではない。彼が自身の金融会社によって最初に手懸けた ESOP はカリフォルニア州の優良地方新聞社で、1956年に創業者であるオーナー経営者の引退に際して従業員へ所有権を委譲するために、できるだけ企業、従業員双方に有利な手法として ESOP の利用を斡旋したものであるが、彼は少なくともこの時点では、経営危機に陥った企業の閉鎖を回避するための従業員買収による再建という利用さえも考慮に入れていなかった<sup>(32)</sup>。しかるに、現在では地方経済の安定化、活性化の手段としても重視されている企業閉鎖回避を目的とする ESOP はともかくとしても、企業がその財務的誘因や税制上の優遇措置あるいは M&A 対策を主要な目的として ESOP を設立する傾向は決して彼の本意ではない。しかし彼は最近次のように発言している。「多くの大企業はまちがった理由により正しいことを行なっている。しかしどんな理由にせよまちがったことをするよりははるかに良いことだ。」<sup>(33)</sup>これは彼の ESOP 普及に対する期待の大きさを示しているといえよう。

連邦政府による ESOP への法的保護が本格化したのは1980年代レーガン政権が軌道に乗りはじめて以降のことである。彼は「小さい政府」の確立をめざしていたが、国際競争力の低下が著しいアメリカ産業および経済の基盤強化策として ESOP による従業員の「小資本家」化をすすめる一方で、個々の企業の具体的再建の一環として、従業員所有による企業や工場の買収を促進したのである。

EDA (Economic Development Administration : 経済開発庁) や SBA (Small Business Administration : 中小企業庁) はこの政策の主導権を握るべき機関であった。事実、EDA は1970年代後半よりこうした事業に取り組んできたが、それはあくまで基本方針を持たないケース・バイ・ケースの対応にすぎなかった。この活動をより活発化、体系化するには EDA や SBA に十分な基金を準備し、さらに当該企業やその従業員がより長期的な観点から方針を選択できるように十分な情報提供を含めた技術的援助体制を整備しなければならなかった。1980年の中小企業発展法や1982年の国家発展投資法 (National Development Investment Act) 等はこうした方針から従業員所有の



拡大に向けて政府機関がより大きな役割を果たすべく制定された<sup>(34)</sup>。この政府の援助体制は実質的に企業の経営状態を改善させることができるだけでなく、民間の援助と異なり公共的基金を有効に利用できる点、政府の裁量によりその援助期間を短期間に限定し、従業員所有企業自身にその長期的存続と安定化の責任を委ねることができる点で、有効な方策であると評価されている<sup>(35)</sup>。

しかし、他方でレーガンは社会保障支出削減、労働組合運動への攻撃などを推進したことで知られているが、ESOPの普及はこれと無関係ではない。つまりこの制度の普遍化には、第一にその福利制度あるいは従業員にとっての副収入の制度としての側面を強化することによって、負担の増大する企業年金等従来の企業福祉制度を代替、補完させること、そして第二にその参加的管理の側面すなわち従業員を企業目的のもとに統合しようとする意図を持つ制度としての側面を利用することによって労働組合の無機能化、弱体化をはかること、という大きな目的が隠されていたとみることができるのである。1984年の赤字削減法や1986年の税制改正法における優遇措置がESOPの導入を奨励するというよりはむしろ誘導するともいうべきほどに画期的であった理由はこの点にある。換言すれば、ESOPの普及政策はレーガンの政治理念そのものと大きく関連していたのである。

しかし、税控除によるESOP普及政策がレーガン以降も継続されていくなれば、それは目的を達成するほどにジレンマに陥ることになる。既に莫大な財政赤字に苦慮する連邦政府は、ESOP関連の税控除の急増による税収減によってますます苦しめられることになるからである。

ところで、ワイツマンら経済学者はESOPなどの従業員持株制度や利潤分配制度の普及によるマクロ経済的な意義を2点挙げている<sup>(36)</sup>。その第一は、それが常に雇用増大をもたらすというものである。企業は普通、賃金が限界労働生産性価値を上回るならば、利潤の減少を避けるために雇用を減らすか商品価格を引き上げるかの措置をとる。しかしこうして雇用減少による失業増大が発生しても賃金が下がることは少ない。そこで彼は賃金制度を変更し、その一部に利潤分配制度や従業員持株制度による副収入プランを導入することによって、労働需要が常に労働供給を上回るようにすることを提唱する。

すると限界労働生産性価値は常に平均賃金を上回ることになり、雇用の増加が常に自動的に利潤の増大を招くシステムができあがるというのである。第二に、このような賃金制度では労働生産性と無関係でなおかつ雇用減少や商品価格引き上げをもたらすような大幅賃上げは行なわれにくくなるため、賃上げが物価上昇に直接結びつくことはなくなるということである。またミードはこの理論を補完する形で、従業員株式所有がスタグフレーション解決にとって有効な手段となり得ることを論じている。ただし、彼らの理論は従業員持株制度や利潤分配制度が少なくとも企業の大半で実施され、労働人口のほとんどがこの制度に参加するとともに、制度自体が個別企業の枠を越えて、社会的一般的な形態として普及していることによって、実効的な効果を発揮するものと考えられる。したがって、現状の経済体制においては仮説の域を出るものではないといえるであろう。

アメリカにおける総株式資産のうち ESOP による保有分は1983年現在で3.17%にすぎない<sup>(37)</sup>。84年および86年の法改正によりその割合は増加していると予測はされるが、決してアメリカ経済全体に大きな影響を与えるほどのものとはなっていない。その意味で確かに現状では、個々の企業あるいは従業員への影響に重点をおかざるをえない。またもちろんワイツマンやミードの仮説を立証することも困難である。しかし、ここで論じたように、それを単に一企業内の労務管理あるいは財務管理の手法としてのみ捉えるだけではなく、それが経済体制全体にどのような影響をもたらすのかに留意することが、一企業の経営者や従業員にとっても重要な意味を持つことになるのである。

〔注〕

- (31) L. O. Kelso & P. H. Kelso, *Democracy and Economic Power: Extending the ESOP Revolution*, Ballinger Publishing Company, 1986, p.51.
- (32) L. O. Kelso & M. J. Adler, *The Capitalist Manifesto*, Random House, 1958.  
L. O. Kelso & M. J. Adler, *The New Capitalists: A Proposal to Free Economic Growth from the Slavery of Savings*, Random House, 1961.
- (33) "Louis Kelso's Baby is Making Daddy Proud", *Business Week*, May 8, 1989, p.45.
- (34) W. F. Whyte et al., *Worker Participation and Ownership: Cooperative Strategies for Strengthening Local Economies*, ILR Press, 1983, pp.136 - 141.

- (35) K. Bradley & A. Gelb, "Employee Buyouts of Troubled Companies", *Harvard Business Review*, vol.63, no.5, September - October, 1985, pp.121 - 130.
- (36) M. L. Weitzman, "Profit Sharing as Macroeconomic Policy", *American Economic Review*, vol.75, no.2, May, 1985, pp.41 - 45.
- M. L. Weitzman, "The Simple Macroeconomics of Profit Sharing", *American Economic Review*, vol.75, no.5, December, 1985, pp.937 - 953.
- ワイツマンやミードらの理論については以下を参照されたい。
- 丸尾直美「シェア・エコノミーと労働者資産所有 - ワイツマン・ミード・モデルの発展 -」『経済学論叢 (中央大学)』30巻3号, 1989年5月, 53-75ページ。
- 同じく「成果分配制と労働者所有参加」『日本労働研究雑誌』367号, 1990年5月, 2-13ページ。
- (なお、彼等の仮説について、本稿では詳細に検討する余裕はないため、筆者の今後の研究課題としたい。)
- (37) J. R. Blasi, *op. cit.*, p.11.

## V 小 括

これまでアメリカにおける従業員持株制度の現状とその意義、問題点をいくつかの項目に分けて考察してきたが、注目すべき点はその意義の多様性であろう。つまりそれは資本主義経済体制および資本主義企業を支えるうえでさまざまな可能性を有しているのである。しかしそれはまた、税控除など非常に偏った目的のために利用されることによって、本来の性質を喪失してしまう危険性を有しているともいうことができる。一企業内の労務管理方策としてのみの利用や財務管理方策としてのみの利用にはこうした傾向が顕著にあらわれている。そして少なくとも現状において、それは所有の民主化への手段としてはほとんど機能していない。

だがそれは単に制度運用上の問題から生じるものではない。従業員持株制度が資本主義企業のなかで行なわれるかぎり、それは企業目的からまったく独立して存在することは不可能であるし、また市場経済法則に束縛されずに運用されることもできないということは看過されてはならない問題である。また、それだけに本来の主体である従業員株主の主体的な行動が要求されてくるのである。

現在、アメリカ以外で盛んに行なわれている従業員持株制度の種類としては、イギリスにおける株式オプション制度やスウェーデンにおける雇用者共同基金制度などが挙げられる。しかしいずれも多くの利点が指摘されながら、政府、経営者、労働者の思惑に大きな相違があるためか、必ずしも有効に機能しているとはいえない状態にある。それはレーガンの例からも明らかなように、その国の政策そのものとも密接に関わりあうだけに、複雑な問題を内包しているといえることができる。だが、今後それらの制度をどのような方向に発展させていくのかを決定する際には、この制度の主体であり、なおかつ企業や産業の資本基盤を担うことを要請されることになる一般の従業員に少なからぬ権限が与えられるべきであることは明白であろう。